高端 3C 材料及锂电池组件业务助力公司高速成长

斯迪克（300806）深度跟踪报告丨2021.1.18

中信证券研究部

王喆
首席能源化工分析师
S1010513110001

袁健聪
首席新材料分析师
S1010517080005

核心观点

公司是国内领先的薄膜型复合材料供应商，平台化效应初步显现，预计公司将通过 OCA 和锂电池组件业务逐步在中高端领域取得突破，长期看好公司成长为具有全球竞争力的薄膜型复合材料供应商，由于公司高端业务进展超预期，上调公司 2020-2022 年归母净利润预测至 1.71/2.64/3.78 亿元，对应 EPS 预测分别为 1.45/2.23/3.19 元，当前股价对应 2020-2022 年分别为 36/26/19 倍 PE，考虑到公司高成长性，参考可比公司估值，给予公司 2021 年 45 倍 PE，上调目标价至 100 元，维持 “买入”评级。

- **公司是国内领先的薄膜型复合材料供应商。**公司主要产品分为功能性薄膜材料、电子级胶粘材料、热管理复合材料及薄膜包装材料，主要应用于消费电子制造，并正拓展到汽车电子、锂电池组件、光伏组件等领域。公司重视研发，已参与 4 项国家标准制定，目前拥有专利 680 件。公司目前能够生产 1000 多种产品和 5000 多种型号，基本覆盖消费电子产品所需薄膜型复合材料的大部分品类，多款产品已陆续通过苹果、华为、三星、特斯拉、松下、中兴、 OPPO、LG 等终端客户采购认证。

- **公司已初具平台型新材料企业雏形，业务范围不断拓展，竞争优势持续增强。**我们测算国内薄膜型复合材料需求超百亿平方米，对应千亿元级市场规模，我们认为坚持高强度研发投入、搭建完备研发体系、深度理解原材料特性和快速响应客户需求的平台型新材料企业有望不断强化自身的竞争优势，逐步打破不同应用领域间的壁垒，加速精细化学品和新材料领域的国产替代，借助全球中高端制造业重心向国内转移的行业趋势和自身竞争优势获得长足发展。

- **OCA 和锂电池材料业务逐步放量，有望在高端市场实现突破。**目前，海外材料巨头仍占据高毛利率的高端涂层复合材料市场。公司通过多年研发投入和技术积累，在 OCA 电子级胶粘材料、锂电池组件等高端材料领域均取得技术突破。据公司测算，在建的 2600 万平方米 OCA 材料项目建成后将增厚收入 22.1 亿元，为 2019 年营收的 1.5 倍。1 月 15 日，公司公告与特斯拉开展业务合作，新能源锂电池组件产品获得全球新能源车龙头认可，相关业务有望进入放量期。看好公司不断在中高端业务领域取得突破，助力长期高速成长的前景。

- **风险因素：**市场竞争加剧；下游需求萎缩；技术研发和新项目建设未达预期。

- **投资建议：**公司是国内领先的薄膜型复合材料供应商，平台化效应初步显现，预计公司将通过 OCA 和锂电池组件业务逐步在中高端业务领域取得突破，长期看好公司成长为具有全球竞争力的薄膜型复合材料供应商，由于公司高端业务进展超预期，上调公司 2020-2022 年归母净利润预测至 1.71/2.64/3.78 亿元（原预测分别为 1.71/2.33/3.22 亿元），对应 EPS 预测分别为 1.45/2.23/3.19 元（原预测分别为 1.44/1.97/2.72 元），当前股价对应 2020-2022 年分别为 36/26/19 倍 PE，考虑到公司高成长性，参考可比公司估值，给予公司 2021 年 45 倍 PE，上调目标价至 100 元，维持 “买入”评级。

斯迪克	300806
评级	买入（维持）
当前价	57.33 元
目标价	100 元
总股本	119 百万股
流通股本	65 百万股
52 周最高/最低价	75.8/27.79 元
近 1 月绝对涨幅	21.02%
近 6 月绝对涨幅	10.12%
近 12 月绝对涨幅	32.83%

项目/年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1,345.59	1,432.70	1,623.09	2,111.70	2,661.81
营业收入增长率	4%	6%	13%	30%	26%
归母净利润(百万元)	76.55	111.19	171.09	264.33	377.65
归母净利润增长率	21%	45%	54%	54%	43%
每股收益 EPS(基本)(元)	0.87	1.23	1.45	2.23	3.19
毛利率%	23%	26%	26%	28%	30%
净资产收益率 ROE%	11.19%	10.30%	13.79%	17.76%	20.53%
每股净资产（元）	5.78	9.12	10.48	12.57	15.54
PE	66	47	40	26	18
PB	10	6	5	5	4

资料来源：Wind，中信证券研究部预测　　注：股价为 2021 年 1 月 15 日收盘价

目录

公司是国内领先的薄膜型复合材料供应商 4
国内领先的薄膜型复合材料供应商 4
主营四类薄膜型复合材料，面向消费电子、锂电池、光伏组件等领域 5
功能性薄膜材料平稳发展，电子级胶粘材料迅猛增长 8
平台型新材料企业雏形初现，竞争力有望持续提升 9
国内薄膜型复合材料千亿市场规模，产品多样应用广泛 9
公司平台型新材料企业雏形初具，竞争力不断增强 11
发力高端领域，在建 OCA 项目和锂电池材料业务值得期待 16
在建 OCA 项目有望大幅增厚公司业绩，助推公司进入中高端材料市场 16
进入特斯拉供应链，锂电池材料业务有望迎来快速发展 20
盈利预测、估值及投资评级 21

插图目录

图 1：斯迪克发展历程 4
图 2：公司主要产品 5
图 3：公司生产功能性薄膜材料的工艺流程 6
图 4：公司生产电子级胶粘材料的工艺流程 6
图 5：公司生产热管理复合材料的工艺流程 7
图 6：公司薄膜包装材料的工艺流程 7
图 7：公司营业收入及同比增速 8
图 8：公司归母净利润及同比增速 8
图 9：公司毛利率 8
图 10：公司净利率 8
图 11：公司各项业务营业收入 9
图 12：公司三大主要业务营收同比增速 9
图 13：公司各项业务毛利润 9
图 14：公司各项业务毛利率 9
图 15：薄膜型复合材料产业链 10
图 16：PET 基膜的主要应用 10
图 17：涂布机的工作原理 11
图 18：公司研发费用持续增长 12
图 19：公司研发费用占营收比例稳定在 5%~6% 12
图 20：公司研发人员占比不断提升 12
图 21：公司通过高薪酬激励研发人员 12
图 22：截止 2019 年斯迪克及可比公司总专利数和发明专利数 13
图 23：公司两种导电材料的销售额和毛利率对比 13
图 24：公司的百级无尘车间和先进生产设备 14
图 25：公司“嵌入式”研发流程 15
图 26：公司“一站式”的综合解决方案 15
图 27：OCA 光学胶产品结构 16
图 28：柔性 OLED 用光学透明胶 16
图 29：OCA 产业链 17
图 30：部分光学透明胶生产企业 18
图 31：全球智能手机出货量和中国产量 19
图 32：闻泰科技全球布局 19
图 33：华为、小米、OPPO 手机全球市占率合计 19
图 34：2019 年华为供应商分地域数量占比 19
图 35：中国新能源汽车总销量预测 21
图 36：海外国家新能源汽车总销量预测 21
图 37：特斯拉 4680 大圆柱电池 21
图 38：比亚迪“刀片电池”结构示意 21

表格目录

表 1：公司具有丰富的技术储备 13
表 2： 3M 公司光学透明胶老化性测试结果 17
表 3：全球消费电子相关的电子级胶粘材料市场规模预测 18
表 4：国内新能源汽车相关政策目标 20
表 5：分业务板块盈利预测 22
表 6：斯迪克核心财务数据预测 23
表 7：可比公司盈利预测及 PE 估值 23

公司是国内领先的薄膜型复合材料供应商

国内领先的薄膜型复合材料供应商

江苏斯迪克新材料股份有限公司是国内领先的薄膜型复合材料供应商。公司是一家从事薄膜型复合材料研发、生产及销售的高新技术企业。公司主要产品分为功能性薄膜材料、电子级胶粘材料、热管理复合材料及薄膜包装材料等。公司部分产品经下游模切厂模切成形后可广泛应用于消费电子制造领域，并正逐步拓展到汽车电子、新能源汽车锂电池组件、商业包装等领域，以实现相关产品的各功能模块或部件之间粘接、保护、防干扰、导热、散热、防尘、绝缘、导电、标识等功能。

图 1：斯迪克发展历程

资料来源：公司官网，公司招股说明书，中信证券研究部

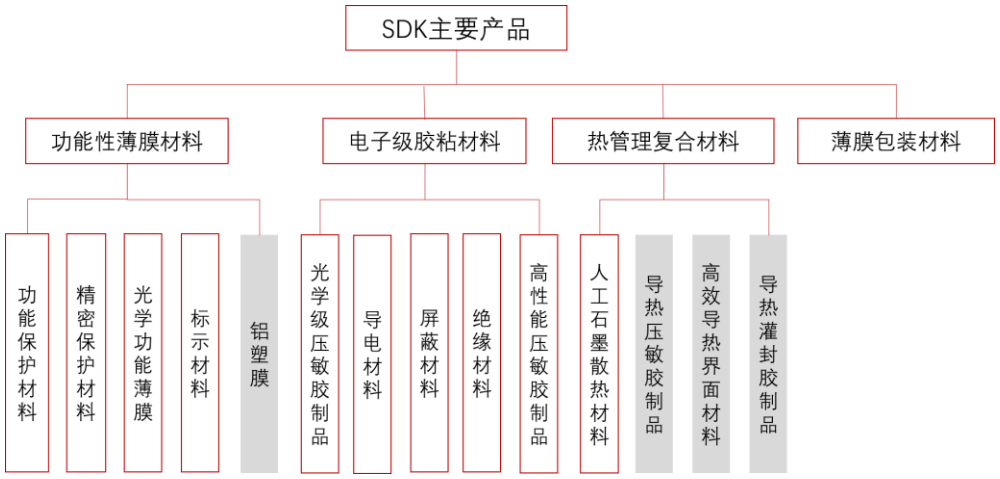
多年努力积累丰硕技术成果。公司创立于 2006 年 6 月，十多年来一直以来致力于薄膜型复合材料的技术研发，旨在缩小与美、德、日等国家的先进企业的差距，实现进口替代。截至 2020 年三季度末，公司已在产品研发、生产工艺等方面取得了 680 项专利成果，其中发明专利 190 多项，公司已成为国内少数在高分子材料聚合、涂层配方优化、功能结构设计、产品精密涂布以及新技术产业化应用等方面具有较强领先优势的高新技术企业。凭借先进的技术水平和领先的产品品质，公司产品已通过苹果、华为、特斯拉、三星、松

下、中兴、OPPO、戴尔等国内外知名终端品牌的认证，并已与富士康、领益智造等行业知名组装厂建立了长期稳固的合作关系。

主营四类薄膜型复合材料，面向消费电子、锂电池、光伏组件等领域

公司的薄膜型复合材料产品主要包括功能性薄膜材料、电子级胶粘材料、热管理复合材料及薄膜包装材料等四类。薄膜型复合材料是指将一种或多种材料（如压敏胶、导电涂层、加硬涂层、减反增透涂层、高阻隔性涂层以及离型涂层材料等）通过精密涂布、印刷、真空溅射、烧结等方式与不同种类的基材（如 PET 膜、PI 膜、PVC 膜等）进行转化、复合而成的一种材料，组合不同材料的优势性能，如导电性、导热性、硬度、高透光性等，从而实现单一材料无法实现的特定功能。根据应用功能的不同，公司的产品可以分为功能性薄膜材料、电子级胶粘材料、热管理复合材料和薄膜包装材料，并以前二者为重，主要用于消费电子、汽车电子等产品和相关部件。

图 2：公司主要产品

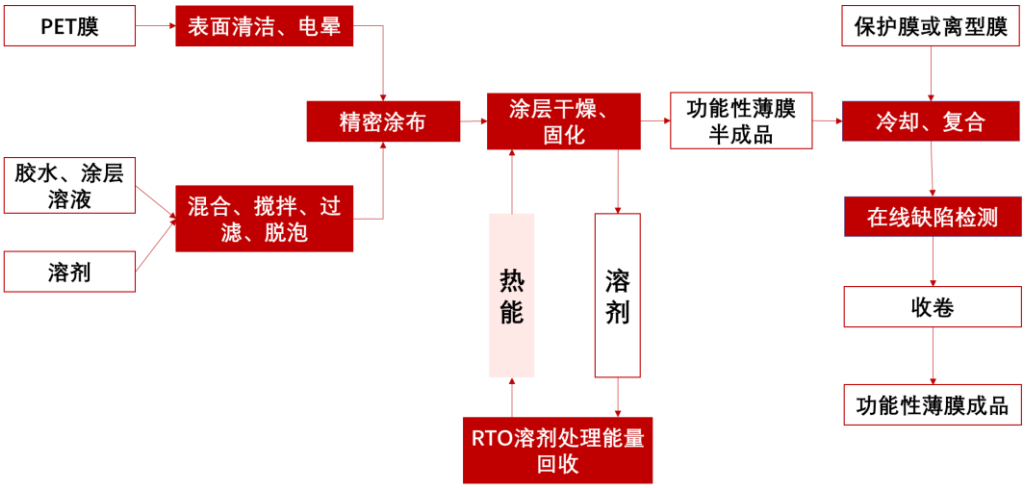


资料来源：公司招股说明书，中信证券研究部　　注：标灰色的产品公司目前还没有销售，其中铝塑膜产品处于送至下游新能源电池厂商测试阶段，导热压敏胶制品、高效导热界面材料和导热灌封胶制品仍处于打样、测试阶段。

功能性薄膜材料主要用于 3C 产品功能器件、显示屏相关模组等的制造和保护。功能性薄膜材料是具有抗刮伤、增透减射、扩散、抗眩光、抗静电、防油污、抗酸碱、耐高温、防蓝光、防紫外线、阻隔等一种或多种特定功能的涂层复合材料。公司目前生产的功能性薄膜材料产品主要应用于智能手机、平板电脑、笔记本电脑、家用电器等产品的功能器件、显示屏触控模组以及相关产品制造和出货过程的保护。

根据具体的应用领域不同，公司的功能性薄膜材料又可以进一步细分为功能保护材料、精密保护材料、光学功能薄膜及标示材料等四小类：1）功能保护材料多用于显示屏幕及触控组件的保护；2）精密保护材料主要用于消费电子制造过程中的保护和成品保护；3）光学功能薄膜材料广泛应用在背光源、导光板等组件组装加工成背光模组后用于液晶模组的制造；4）标示材料主要用于识别区分不同器件和电子线等的标示。此外，目前公司还有铝塑膜产品处于送至下游新能源电池厂商测试阶段。

图 3：公司生产功能性薄膜材料的工艺流程

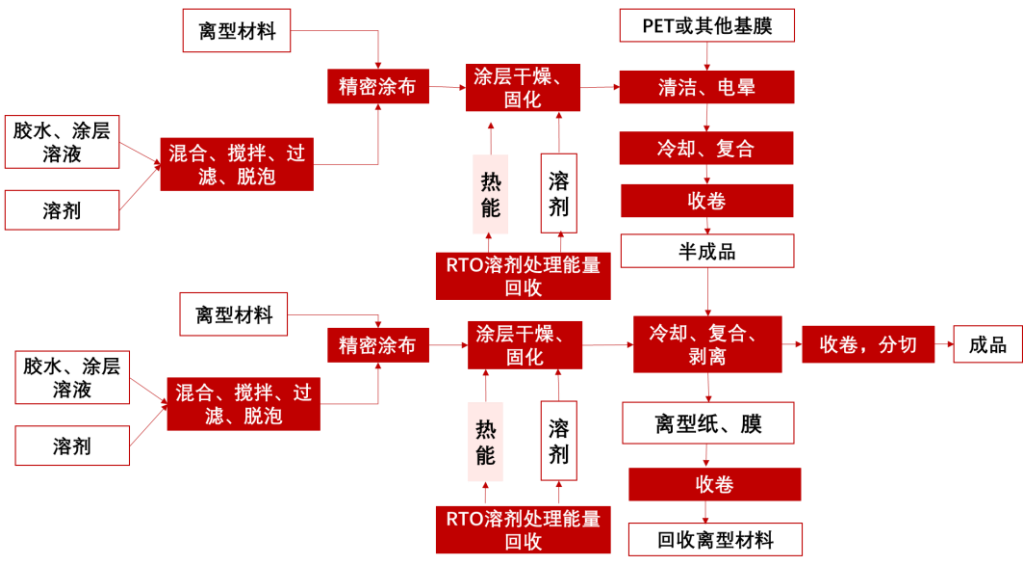


资料来源：公司招股说明书，中信证券研究部

电子级胶粘材料是主要应用于消费电子领域的结构粘接材料。公司的电子级胶粘材料可按照应用领域进一步分为光学级压敏胶制品、高性能压敏胶制品、导电材料、屏蔽材料和绝缘材料。

光学级压敏胶制品是具有优良光学性能的高分子胶粘材料，广泛应用于智能手机、平板电脑、可穿戴设备、汽车电子等电子设备的显示模组器件粘接，是实现高精度显示的重要材料。高性能压敏胶制品则主要应用于消费电子品、家电和汽车电子等产品的结构组装，可起到简化电子产品的组装作业、节省电子产品内部空间的作用。导电材料是通过基体树脂的粘接作用把导电粒子结合在一起，形成导电通路和连接，通常用于电子装配。屏蔽材料由基材和导电涂层组成，主要应用在电子通讯设备内部，起到屏蔽电磁干扰和射频干扰的功能。绝缘材料可以防止电路漏电、电路等问题，保证电子元件的正常运作。

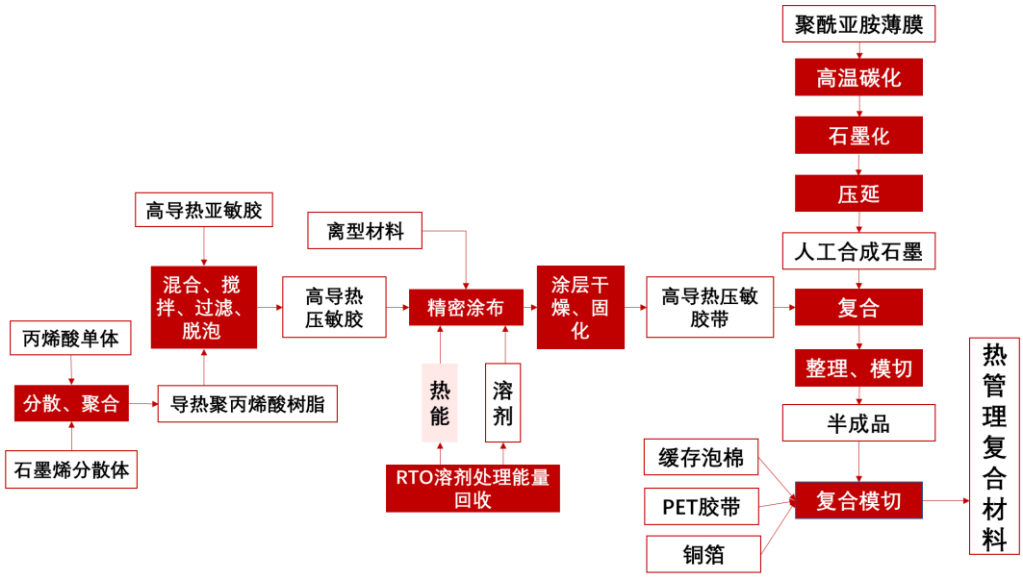
图 4：公司生产电子级胶粘材料的工艺流程



资料来源：公司招股说明书，中信证券研究部

热管理复合材料具有重量轻、高散热的特点。该产品主要包括人工石墨及石墨与其他材料经过特定工艺复合制成的产品，其热阻低、重量轻、导热系数高，在减轻产品重量的同时，也提供更优异的散热性能，因此成为 3C 电子产品散热的重要材料，也可以为新能源汽车锂离子动力电池提供散热解决方案。目前公司已有成熟的人工石墨散热材料产品，此外还有导热压敏胶制品、高效导热界面材料和导热灌封胶制品处于打样、测试阶段。

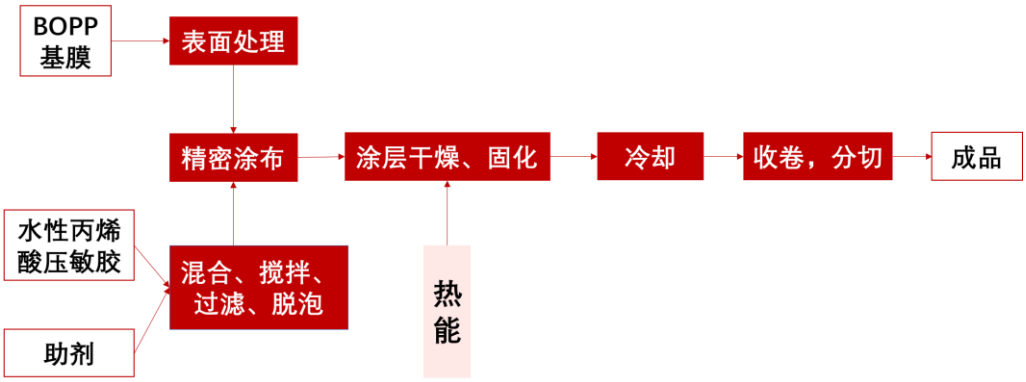
图 5：公司生产热管理复合材料的工艺流程



资料来源：公司招股说明书，中信证券研究部

薄膜包装材料是重要的标示识别和包装材料。薄膜包装材料由聚丙烯薄膜（BOPP）为基材，单面涂以丙烯酸酯压敏胶，具有较好的拉伸强度、耐候性、耐磨性以及重量轻、成本低等优点，主要用于企业产品的识别，行业特殊标示、警示、广告等包装物的封贴、捆扎等方面。

图 6：公司薄膜包装材料的工艺流程

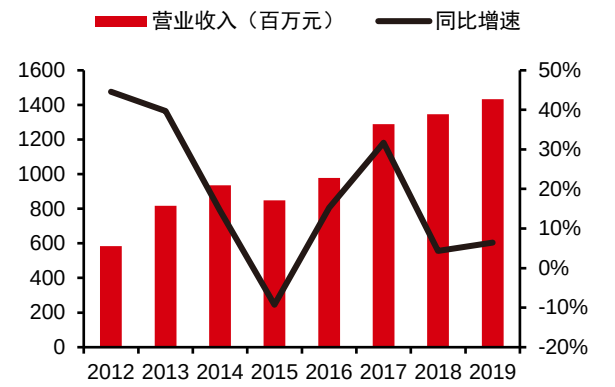


资料来源：公司招股说明书，中信证券研究部

功能性薄膜材料平稳发展，电子级胶粘材料迅猛增长

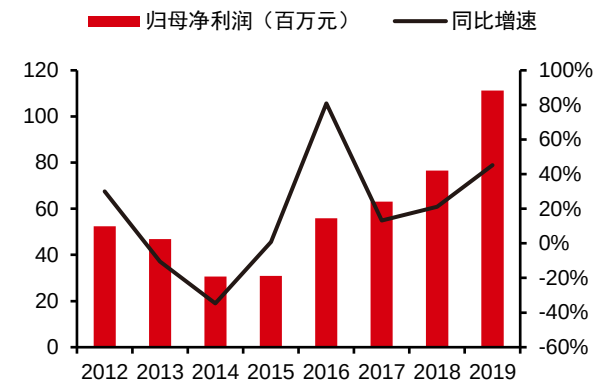
公司近 5 年业绩持续增长。2019 年，公司的营业收入和归属母公司利润分别为 14.32 亿元和 1.11 亿元，同比增长 6.47%和 45.26%。自 2015 年至 2019 年，公司的营业收入与归属母公司净利润均呈现增长趋势，营业收入从 8.49 亿元增长至 14.33 亿元，年均复合增长率为 14.0%；归属母公司净利润从 0.31 亿元增长至 1.11 亿元，年均复合增长率为 37.8%。

图 7：公司营业收入（百万元）及同比增速（%）



资料来源：Wind，中信证券研究部

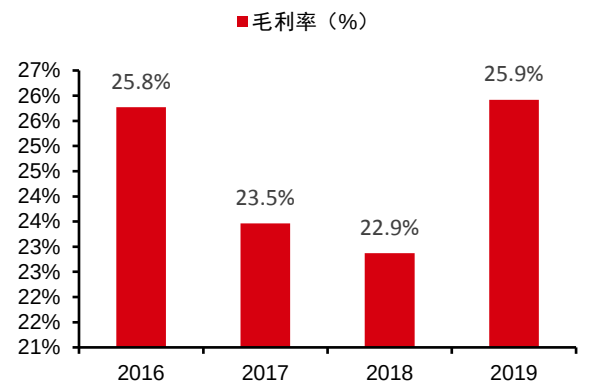
图 8：公司归母净利润（百万元）及同比增速（%）



资料来源：Wind，中信证券研究部

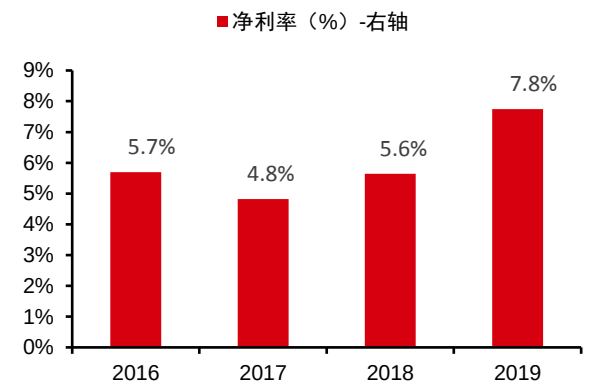
盈利能力呈现稳步提升趋势。公司 2020 年前三季度毛利率为 25.59%，较 2019 年同期提升了 0.73 个百分点，较 2018 年同期提升 4.23 个百分点。公司 2020 年前三季度归母净利润率为 9.50,%，较 2019 年同期提升了 2.95 个百分点，较 2018 年同期提升 5.99 个百分点。盈利能力的提升主要来自于销售费用率和财务费用率的不断下降，公司管理费用率整体保持稳定，研发费用率仍在不断提升。

图 9：公司毛利率（%）



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 10：公司净利率（%）

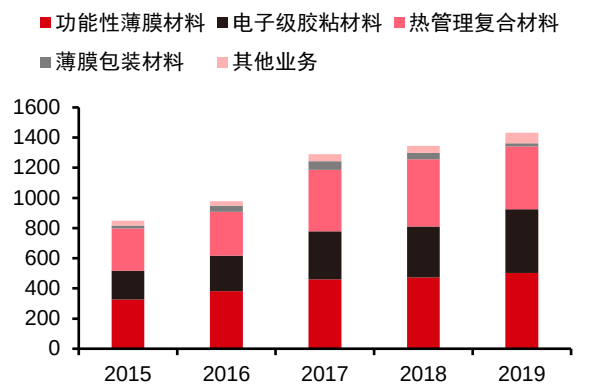


资料来源：Wind，中信证券研究部

功能性薄膜材料平稳增长，电子级胶粘材料迅速发展。功能性薄膜材料始终在公司业绩中占据重要地位，其营业收入持续增长，且占总营收的比例始终超过 1/3。电子级胶粘材料营业收入迅猛发展，2015-2019 年营收、毛利润年均复合增长率分别为 21.9%、30.2%，

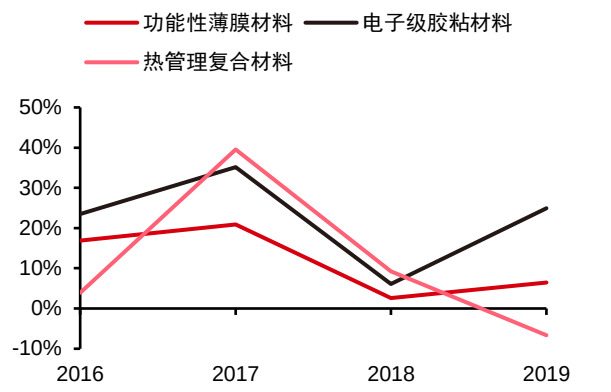
并于 2019 年超过薄膜包装材料成为公司营收第二大的产品，是公司营业收入和利润增长的主要动力来源。

图 11：公司各项业务营业收入（百万元）



资料来源：Wind，中信证券研究部

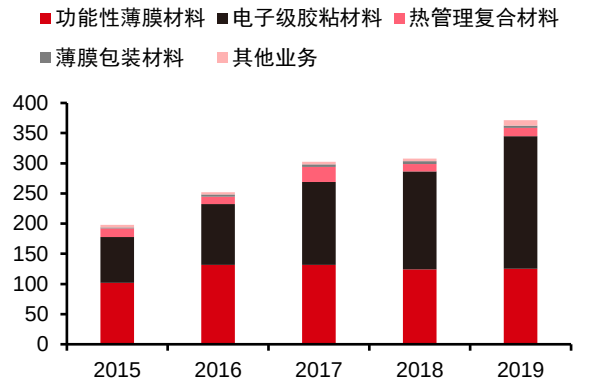
图 12：公司三大主要业务营收同比增速（百万元）



资料来源：Wind，中信证券研究部

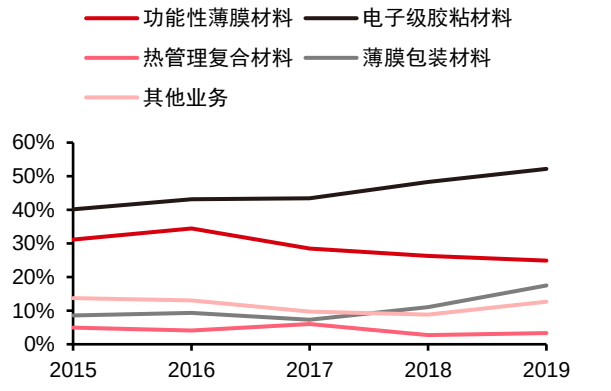
电子级胶粘材料贡献了主要的利润增长。2019 年，功能性薄膜材料和电子级胶粘材料属于两种高毛利率的产品，毛利率分别为 24.9%和 52.2%，两者毛利润分别占总毛利的 33.8%和 59.1%，合计 92.8%，贡献了公司绝大多数的毛利润。电子级胶粘材料的毛利率呈现明显的上涨趋势，自 2015 年的 40.1%持续上升至 2019 年的 52.17%。功能性薄膜材料受行业竞争加剧的影响，毛利率持续走低，由 2015 年的 31.2%降至 2019 年的 24.9%，但依然处于非常可观的水平。

图 13：公司各项业务毛利润（百万元）



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 14：公司各项业务毛利率（%）



资料来源：Wind，中信证券研究部

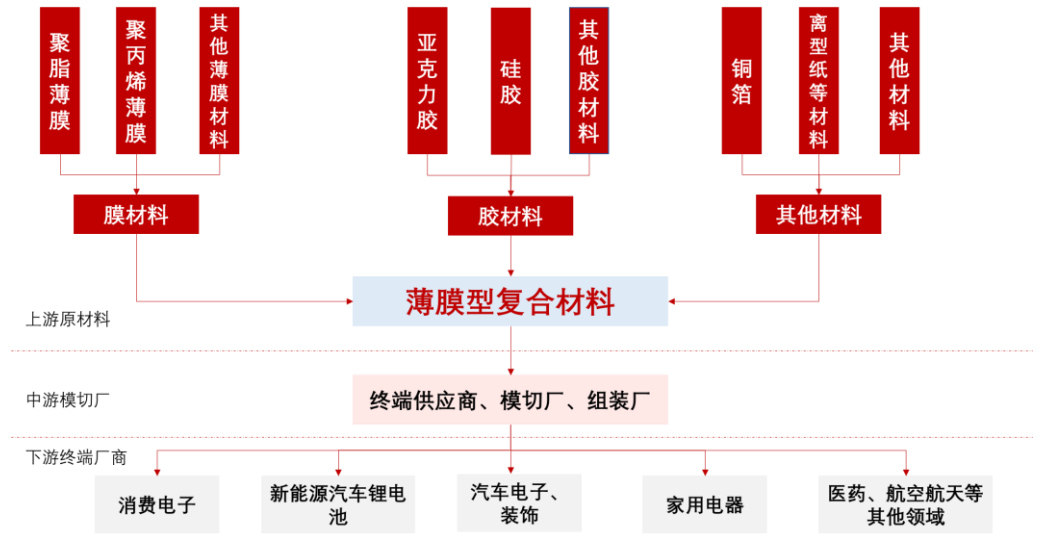
平台型新材料企业雏形初现，竞争力有望持续提升

国内薄膜型复合材料千亿市场规模，产品多样应用广泛

薄膜型复合材料位于产业链中上游。在消费电子产业链中，薄膜型复合材料属于产业

链上游，薄膜型复合材料厂商公司直接面向的中游客户是模切厂商和组装厂商，这些厂商会根据下游终端客户的要求采购材料，再利用专用设备进行模切加工、组装。产业链下游终端是消费电子、新型显示、新能源汽车等制造厂商，如苹果、三星、华为、松下、中兴、OPPO、LG 等，终端客户利用薄膜型复合材料（又称“薄膜型复合材料”）等基础材料，实现电子消费产品相关功能器件特定功能。

图 15：薄膜型复合材料产业链



资料来源：公司招股说明书，中信证券研究部

基膜和涂层材料是薄膜型复合材料的两大组成部分。薄膜型复合材料主要由 PET、BOPP、PI 等基膜材料和聚氨酯、丙烯酸、有机硅、油墨等涂层材料制作而成，基膜通常是由 PET、BOPP、PI 等聚合物经双向拉伸制成的薄膜，因需满足高透光率、低雾度、高亮度等性能要求，是聚酯薄膜行业中技术壁垒较高的领域。在基膜表面涂覆各种功能性涂层，再通过电晕处理、防紫外处理、防静电处理、硬化处理等便可得到等各类薄膜复合材料，可以起到保护、阻隔、屏蔽、导电、导热、反射、增透、滤光、偏振、分光和相位等多种功能，满足各种类型的产品需求。

图 16：PET 基膜的主要应用

MLCC

液晶显示器

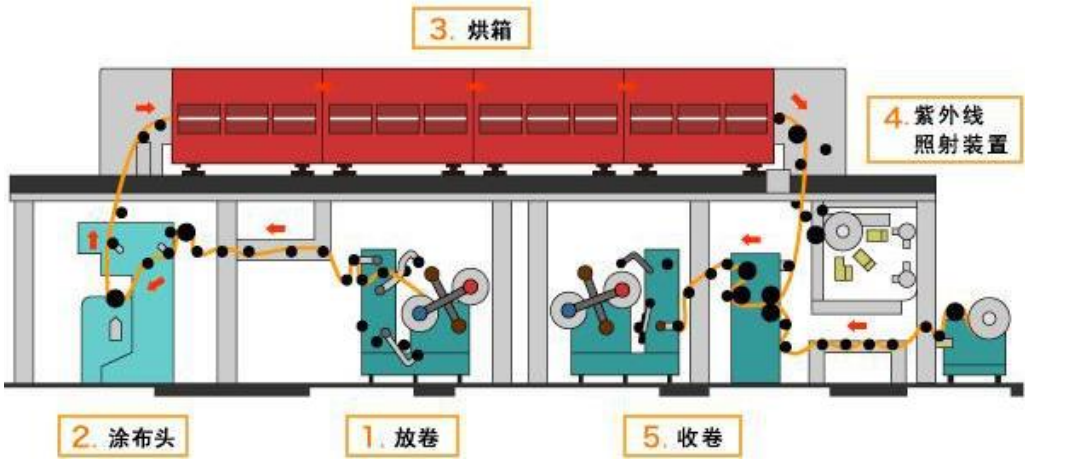
ITO导电膜

资料来源：Kyocera、京东方、Nitto 官网

精密涂布生产线是功能性涂层材料生产的核心。四种功能性涂层材料的生产工艺相类似，包括精密涂布、干燥固化、冷却、复合等环节，生产设备大致相同，核心设备为精密

涂布生产线，包括送卷设备、预处理设备、涂胶设备、干燥设备、贴合设备、冷却设备以及张力控制、静电消除等控制设备。公司产能充足，可根据下游市场需求调整生产产品的数量。

图 17：涂布机的工作原理



资料来源：江苏中研宜普科技官网

国内薄膜型功能材料需求超百亿平方米，市场规模超千亿元。薄膜型功能材料中，90%以上的基膜为 BOPP 和 PET，其中 BOPP 基膜的物理稳定性、机械强度、气密性较好，透明度和光泽度较高，坚韧耐磨，但热封性差，印刷性能较差，对油墨和胶黏剂的附着力差。与 BOPP 相比，PET 基膜具有较好的耐热、耐寒性和良好的耐化学药品性和耐油性。根据中信证券研究部新材料组测算，目前国内 PET 薄膜主要应用于显示屏背光模组，偏光片、ITO 导电膜和 MLCC 四大领域，合计需求近 75 亿平方米。加上 BOPP、PI 等其他类型基膜，我们预测国内薄膜型功能材料需求约 150-200 亿平方米，通常该类产品视应用领域不同，单价为 5-200 元/平方米不等，由此可推算国内薄膜型功能材料市场规模超千亿元。

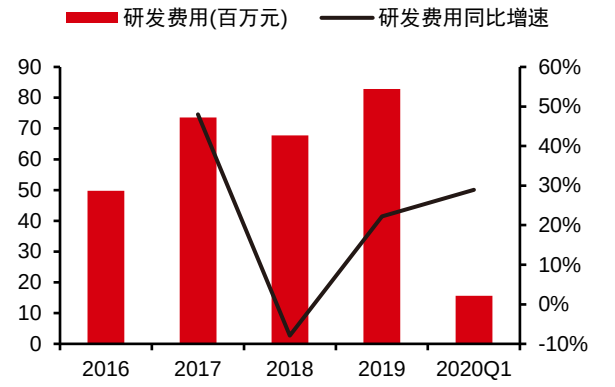
公司平台型新材料企业雏形初具，竞争力不断增强

新材料领域全球龙头 3M 公司为典型的平台型企业。薄膜型功能材料品类众多、应用领域广泛，对企业保持长期竞争力提出了较高的要求。我们认为，坚持高强度研发投入、搭建完备研发体系、深度理解原材料特性和快速响应客户需求的平台型新材料企业，有望不断强化自身的竞争优势，逐步打破不同应用领域间的壁垒，在复杂多变的市场环境中获得长期竞争力。全球新材料龙头企业美国 3M 为典型的平台型企业，目前拥有 140 余个子品牌，自成立以来共研发生产了 6 万余种产品，目前每年营业收入超过 2000 亿元，净利润超 350 亿元，市值近万亿人民币。

公司重视技术，持续坚持强度的研发。公司 2016 年以来研发投入整体呈上升趋势，2016-2019 年研发费用占总营业收入的比例始终保持在 5%~6%之间，并显著高于 Wind 新材料板块近 50 家公司 3.5%~4%的平均水平。2020 年前三季度，公司研发投入 6841 万元，研发费用率为 6.05%，较 2019 同期提升 0.19 个百分点。9 月 24 日公司向 9 名员工进行股权激励，其中包括 5 名核心技术人员。公司目前拥有的总专利数量达到 680 件，其中复合涂层功能膜材料专利项目已被列入江苏 2020 年高价值专利培育项目，在新能源

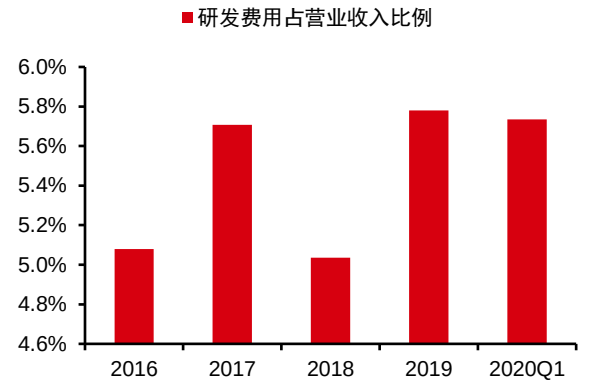
电池涂层材料方面也取得突破性进展。丰富的技术积累与高强度的研发投入将保障公司未来发展潜力和产品竞争力，使公司有望在未来取得长远发展。

图 18：公司研发费用持续增长



资料来源：公司公告，公司招股书，中信证券研究部

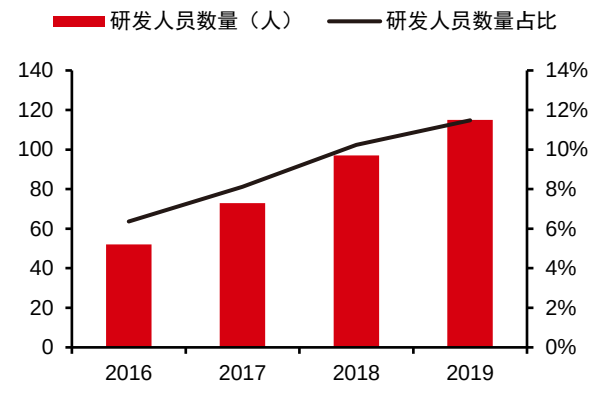
图 19：公司研发费用占营收比例稳定在 5%~6%



资料来源：Choice，中信证券研究部

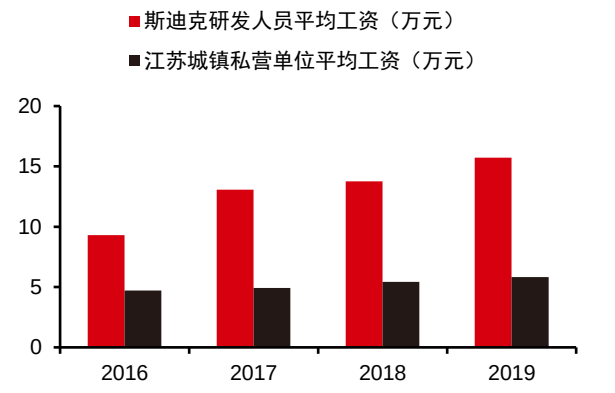
公司搭建了系统、完整的研发体系。公司研发体系完善，创新氛围浓厚。公司建立了完善科学的技术创新机制，努力营造科技创新的良好环境和氛围。公司下设技术研发中心进行技术开发、改进、引进、吸收及应用等研发工作。公司已同东南大学、苏州大学、南京工业大学等高校建立了良好的科研交流机制，成立了省级研究生工作站、博士后科研工作站、企业院士工作站等，可以借助大量的外部优质研发资源。截至 2020Q3 末，公司共有研发人员 119 人，占所有员工的 11.88%，研发人员占比高，技术人员均为胶粘材料和功能性薄膜材料的专家。公司还通过内部培训、薪酬福利激励等方式提升研发人员专业技能和综合素质，在最大程度上激发研发人员的创造力，从而提高企业的技术优势。

图 20：公司研发人员占比不断提升



资料来源：公司公告，公司招股说明书，中信证券研究部

图 21：公司通过高薪酬激励研发人员

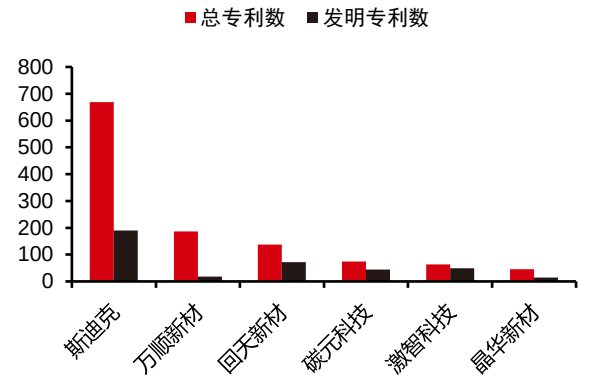


资料来源：公司招股说明书，江苏省统计局，中信证券研究部

公司通过研发获得丰厚的成果并实现技术突破。公司自 2009 年起连续多年被认定为高新技术企业。截止 2019 年底，公司主导并参与了 4 项胶粘剂国家标准，其中第一、第二起草单位各 2 项。公司共拥有专利 669 项，其中发明专利 190 项，并形成了 23 项核心技术，其中 14 项为集成创新，22 项已得到大规模应用，涵盖高分子材料分子设计与聚合

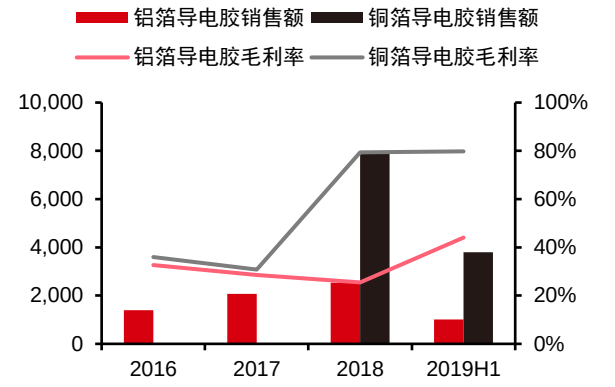
技术、涂层配方设计优化与精密涂布、膜制造技术、胶带制造技术等、功能结构设计、产品精密涂布。这些技术直接应用于公司的主营产品，构成主营产品的核心竞争力。

图 22：截止 2019 年斯迪克及可比公司总专利数和发明专利数(件)



资料来源：公司招股说明书，中信证券研究部

图 23：公司两种导电材料的销售额和毛利率对比（万元）



资料来源：公司招股说明书，中信证券研究部

技术突破与新产品开发能有效提高公司产品的销售收入和毛利率。公司依据多年的研发投入及技术积累，在诸多产品上完成了技术突破。例如，公司解决了导电颗粒混合、涂液稳定、对纹理表面的覆盖与高导电性等功能之间的矛盾，开发的两款“铜箔+导电胶”产品满足了苹果产品的芯片主板的屏蔽配件的需求，对 3M 公司和德莎公司的同类产品进行了进口替代。2019H1“铜箔+导电胶”产品销售单价为 269.83 元/平方米，远高于原有的“铝箔+导电胶”产品销售单价 11.22 元/平方米，且毛利率也得到显著提升，为 79.78%，远高于“铝箔+导电胶”产品的 44.03%的毛利率。

公司技术储备丰富，积极拓展产品下游应用领域。目前公司一方面与下游消费电子客户联合进行“嵌入式”研发，根据现有需求进行技术研究攻关，另一方面积极开展新兴领域，例如在新能源领域，公司已在锂电池用多功能涂层复合薄膜技术上取得突破，样品已经试制成功，进入样品检测阶段。

表 1：公司具有丰富的技术储备

项目名称	目前进度	项目方向	应用前景
无溶剂在线聚合制造丙烯酸压敏胶	实验设备搭建	功能化，大厚度，高性能压敏胶带产品	高强度连接，大厚度 OCA 等
无溶剂热熔有机硅压敏胶涂布	实验室规模	高耐候、高性能压敏胶， OCA	车载显示用 OCA
可加工 ITO 绝缘阻隔涂层	中试	用于被动显示的透明电极	大面积电子黑板
石墨烯/聚酰亚胺复合导热膜	客户评估	透明，高导热，可折弯的散热材料。	OLED 显示模组
偏光片用光学保护膜	试产工艺调整	要求高洁净度、高精密度，用于偏光片保护作用。	偏光片产品
热熔双面胶带	等待客户试用反馈优化	产品有着优异的粘结性和耐候性，并且能够耐酸碱及抗震作用，在一定的温度和压力下达到最佳的使用效果。	Tesla 在 Busbar 的设计与粘结
遮光框胶	客户 EVT	产品具有优异的遮光性能，能够完好的弥补框架边缘的段差，且材料具有优异的粘结性能，可永久固定框架。	Apple Display 显示屏的粘结
触控屏幕用紫外线固	研发阶段	高透过率、高粘着力、可重工，耐湿热老化，段差填补	触控屏幕全贴合应用粘结固定

项目名称	目前进度	项目方向	应用前景
化型 UV-OCA		优异，后端需 UV 固化贴合。	
光学级防蓝光保护膜材料的研究与开发	市场推广	在超透光学级 PET 基材表面进行防蓝光、防紫外等特殊涂层处理，使保护膜具有防辐射防近视的功能。	显示屏防蓝光护眼保护
触控面板用热固化型 OCA	配合客户部件试制	高透过率、高粘着力、可重工，耐湿热老化，段差填补优异，后端不需 UV 固化贴合。	脸书（Facebook）VR 眼镜显示的固定
热熔双面胶带	根据客户试用反馈优化	产品有着优异的粘结性和耐候性，能耐酸碱及抗震。产品在一定的温度和压力作用下达到最佳的使用效果。	微软电子产品内部 PBT 板材的永久粘结

资料来源：公司招股说明书，中信证券研究部

公司积极向产业链上游扩展，深度掌握原材料生产制造。据公司公告，公司 90%以上的涂层用胶水为自制。2020 年 7 月 1 日，公司公告投资自有资金 4.97 亿元建设精密离型膜项目，建设内容包括装修工程、设备购置及安装及室外配套工程，公司预计将新增设备仪器 8 台（套）。项目建成后，可达到年生产精密离型膜 15,396.48 万平方米的规模，项目建设周期为 2 年，计划分 4 年达产。

公司利用领先的技术和设备，实现生产标准、产品指标和生产效率齐升。经过多年的技术探索和经验积累，公司掌握了功能性涂层材料产品生产过程中的关键技术——精密涂布技术。公司建设有两个业内全域百级无尘涂布车间，拥有多条日本及德国进口的先进生产线，并利用自身生产技术和经验对进口生产线进行消化、吸收和再创新，生产的部分产品关键指标已达到国际领先水平，可保证 100 纳米厚度级别的光学级涂层的高质量涂布。公司通过了 ISO9001：2015 质量管理认证体系、ISO14001：2015 环境管理体系认证、IECQ/QCO80000：2012 有毒物质管理体系的认证。公司是江苏省标准化良好行为示范企业，江苏省信用管理示范企业，在江苏省质量信用等级评定中获得了 AAA 等级，并荣获“江苏省著名商标”、“苏州市知名商标”。

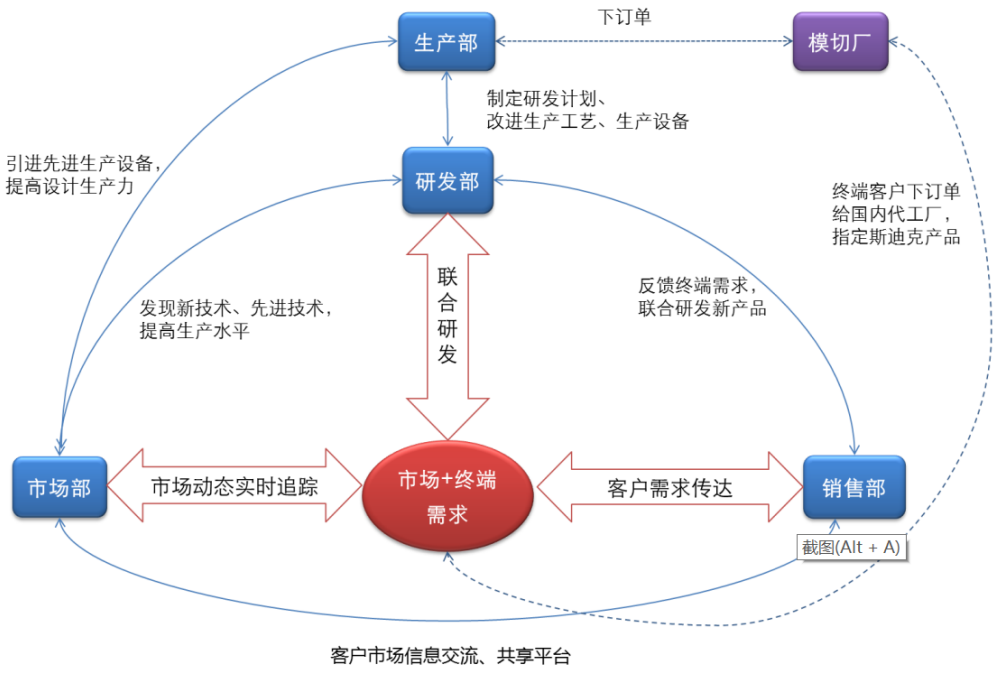
图 24：公司的百级无尘车间和先进生产设备

资料来源：公司招股说明书

“嵌入式”研发模式保障公司可迅速响应客户需求。公司成立了以研发部门为主，销售、市场和生产部门协同配合的“嵌入式”研发体系，直接贴近市场需求、反应迅速，不只是通过代工厂商和模切厂商了解客户需求，还通过研发部、市场部及销售部等多部门直接与终端客户对接，了解、掌握最新的行业动态及客户需求。公司通过与终端客户的直接交流和个性化需求分析，实现了与终端客户的联合研发。公司积累的技术和生产经验使得公司具有快速的市场响应能力，从而能够满足消费电子行业快速更新换代的特点，并根据

终端客户的特点和个性化需求开发新产品。

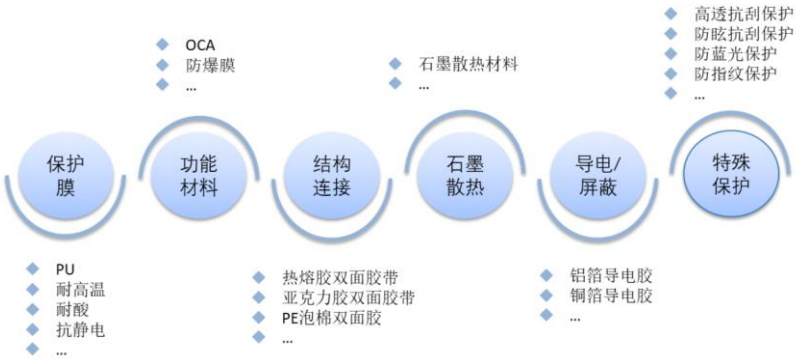
图 25：公司“嵌入式”研发流程



资料来源：公司招股说明书

公司是具有领先优势的“一站式”功能性涂层材料系统性解决方案的供应商。公司产品覆盖消费电子、家用电器、交通运输、商业包装等领域，提供的涂层复合材料具有一千多种产品、五千多种型号，服务十分全面，基本能覆盖消费电子产品所需的大部分薄膜型复合材料。如公司可以为智能手机提供生产过程中使用防尘、防油污、防静电的保护膜，制成防刮、防油污的保护膜，内部元器件之间的胶粘材料，内部导电、绝缘、屏蔽、导热、散热等功能性材料。受益于雄厚的资金实力、先进领先的技术设备以及丰富的技术储备，公司可为客户提供“一站式”的综合解决方案。

图 26：公司“一站式”的综合解决方案



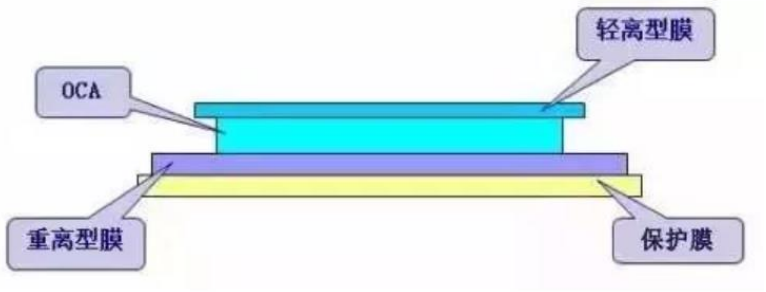
资料来源：公司招股说明书

发力高端领域，在建 OCA 项目和锂电池材料业务值得期待

在建 OCA 项目有望大幅增厚公司业绩，助推公司进入中高端材料市场

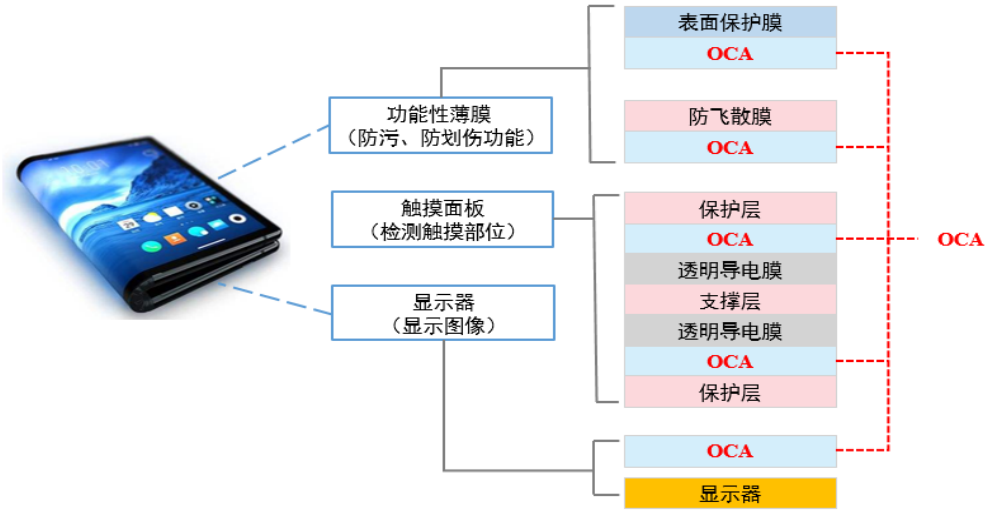
光学透明胶是 OLED 柔性显示所需的重要材料。光学级压敏胶材料，简称 OCA，是用于胶结透明光学元件（如显示器盖板、触控面板等）的特种粘胶剂。一般情况下，OCA 指的是光学亚克力压敏胶做成无基材胶膜，然后在上下底层再各贴合一层离型薄膜的双面贴合产品。OCA 光学胶的生产颇具难度，为保证透光率，其生产及贴合过程对洁净度要求非常高，需要在百级无尘车间以先进设备进行生产。OCA 光学胶对生产细节把控的要求十分高，鉴于面板极高的价格，生产良率对企业的成本影响巨大。此外，OCA 产品的供应商认证也十分严苛，多达数十项的指标和不同批次之间的一致性都在评价范畴之内，这对国内厂商是较大挑战。根据目前的贴合技术来看，每制造一块显示屏需要贴合两层的 OCA 光学胶。

图 27：OCA 光学胶产品结构



资料来源：模切网

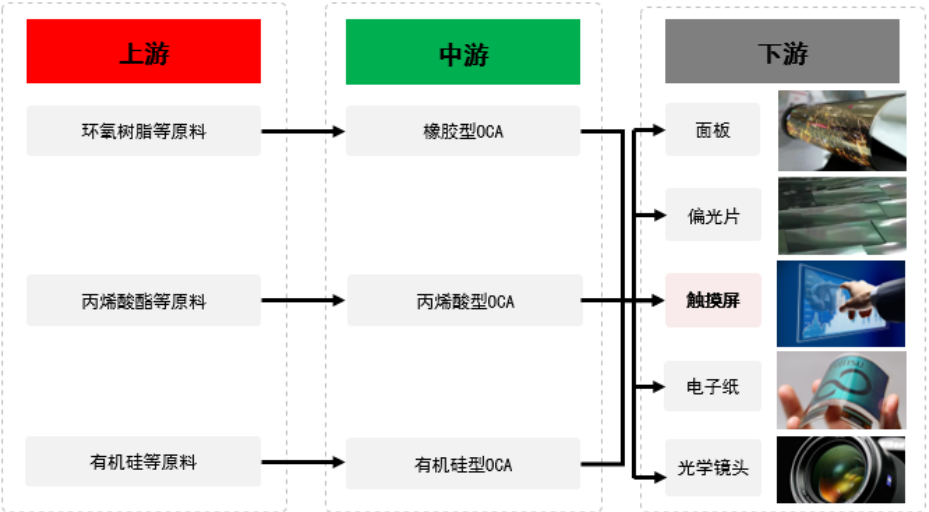
图 28：柔性 OLED 用光学透明胶



资料来源：综研化学官网，中信证券研究部

光学透明胶处于电子产业链的中上游，上游为环氧树脂、有机硅、丙烯酸酯等化工原材料。2019 年三星的可折叠手机 Galaxy Fold 的 OCA 材料来自于 SDI，由于可折叠手机需要实现持续的折叠和展开，OCA 在弯折和摊开过程中需具备一定的流动性同时又要保持黏性，技术难度较以往大幅提高。

图 29：OCA 产业链



资料来源：新材料在线，中信证券研究部

此外，光学透明胶在使用过程中需满足以下 4 项性能要求：

（1）光学性能：在可见光波长范围内透光率超过 99%，雾度低于 0.5%，保证应用中的高透光性和清晰度。

（2）兼容性：在刚性 OLED 中，光学透明胶常直接接触 ITO 涂层，若光学胶的酸性高，二者之间会发生反应，传感器的电阻变大，导致触摸屏灵敏度降低，甚至无法工作。在柔性 OLED 中，由于导电薄膜材料发生变化，对 OCA 的兼容性重新提出要求。

（3）抗气泡性能：在刚性 OLED 中，光学透明胶粘接的透明材料主要是玻璃 、PMMA、PC 和 PET 等。在柔性 OLED 中，光学透明胶粘接的材料则主要是 PI，需要避免材料在使用过程中释放小分子，引起粘接面出现气泡，影响外观和粘接效果。

（4）抗老化性能：要求有优异的抗老化性能，在应用环境中的极限条件下，如高温、低温、高湿、高低温循环和强紫外光照射等，可保持长期稳定的性能。

表 2： 3M 公司光学透明胶老化性测试结果

产品种类	性能	测试前	高温测试	高温高湿	低温测试	冷热冲击
３M 公司 CEF0807	气泡	无	无	无	无	无
	透光率/%	92.1	92.1	92.1	92.1	92.1
	雾度/%	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
	a*	-0.23	-0.40	-0.36	-0.38	-0.42
	b*	0.41	0.60	0.67	0.52	0.48

资料来源：3M 官网，中信证券研究部

目前生产 OCA 光学胶的企业集中在美、日、韩，国内供应不足。美国厂商主要有德沙、3M，日本厂商主要有三菱、日东、王子、大王、日荣化工、积水化学、综研、迪爱生、郡是、山樱、日立化成等，韩国厂商主要有 LG 化学、大汉、TMS、TAPEX、栗村、大贤 ST 等，中国大陆厂商主要有加韵光学、正贤实业、佳诚、触银、力王、斯迪克、宝力科技、慧谷化学、富印化学，中国台湾厂商主要有长兴、奇美、明基等。

美国 3M 生产的 OCA 光学胶主要供给传统显示厂商，日本生产的 OCA 光学胶除三菱外，其它厂商的产能一般只够自己旗下的触摸屏相关企业使用。随着显示产业的兴起，OCA 需求提升，市场供不应求。2016 年全球 OCA 光学胶市场规模约 8.1 亿美元左右，随着 OCA 光学胶需求进入快速增长通道，市场规模快速增长。

图 30：部分光学透明胶生产企业

资料来源：各公司官网，中信证券研究部

预计 2023 年全球 OCA 市场规模超 100 亿元，国内需求超 50%。我们根据 IDC、Statista、IEA 等机构对于全球电子显示设备出货量的预测以及公司招股书披露的相关材料价格，预测了 2023 年全球电子级胶粘材料的市场规模。测算显示，即使按照中低端 OCA 材料 40 元/平米的价格计算（高端材料通常价格在 80~100 元甚至更高），2023 年全球仅消费电子相关的 OCA 市场规模将超 100 亿元。

表 3：全球消费电子相关的电子级胶粘材料市场规模预测

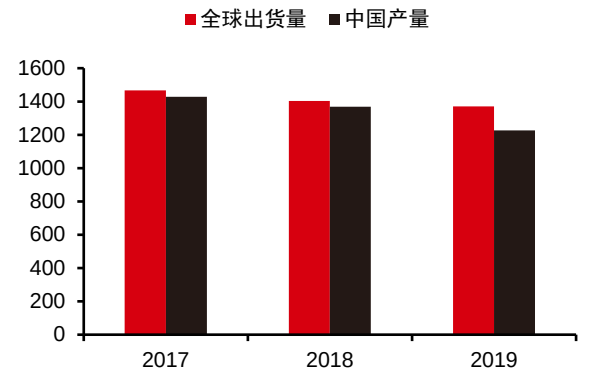
		智能手机	平板电脑	PC	电视	可穿戴设备	车载显示器	合计数量	单价	合计规模
								万平方米	元/平方米	亿元
	2023E 出货量（万部）	152000	15000	31000	21000	48000	10000			
OCA 光学胶膜	单台需求面积（平方厘米）	800	3000	600	3000	10	500			
	需求面积（万平方米）	12160	4500	1860	6300	48	500	25368	40-100	101-254

资料来源：IDC，Statista，IEA，中信证券研究部预测　注：智能手机、平板电脑、可穿戴设备出货量预测为 IDC 数据，PC、电视出货量预测为 Statista 数据，车载显示器根据 IEA 乘用车出货量预测数据预测，单台设备需求量和单价假设基于公司招股书

电子级胶粘材料市场被国外厂商垄断。目前，电子级、高性能的薄膜型复合材料（如电子信息材料、显示器材料、新能源材料等）产品仍以进口为主，3M、德莎、日东等国外品牌占据高端电子级胶粘材料的主流市场，国内仅有斯迪克通过持续多年的技术研发和产品推广逐步打入中高端市场。

高端制造业重心转移、贸易冲突加剧、海外疫情蔓延共同推动国产替代加速。近年来，全球高端制造业重心正不断向中国转移，以消费电子为例，中国已成为全球最重要的 3C 产品制造基地，2019 年全球智能手机出货量 13.71 亿部，其中中国生产 12.27 亿部，全球占比约 89%。苹果公司前 200 大供应商中，位于中国大陆、中国香港和中国台湾的公司合计占比 43%。全球 OEM 龙头富士康、ODM 龙头闻泰均以中国大陆为核心大本营。随着贸易冲突加剧，高端制造业供应链国产化替代的需求愈发迫切，同时，不断蔓延的海外疫情也凸显出中国市场和产业链的稳定性，也在一定程度上推动了国内高端制造业的发展。

图 31：全球智能手机出货量和中国产量（百万部）



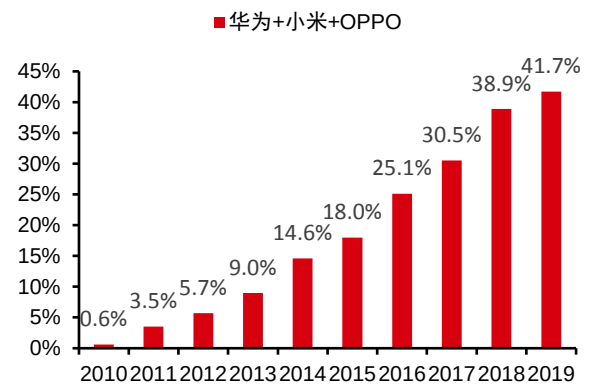
资料来源：IDC，国家统计局，中信证券研究部

图 32：闻泰科技全球布局

资料来源：闻泰科技公司官网

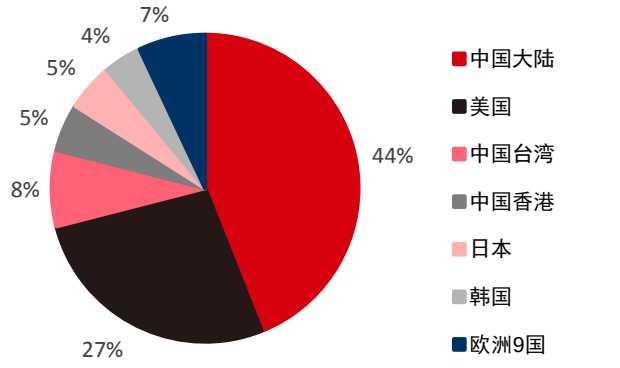
国内供应链企业将充分受益于国产品牌崛起和国内产业发展。受全球分工红利和智能终端发展浪潮的推动，国内 3C 产品制造业保持高速增长的同时，也孕育出华为、小米、OPPO、VIVO 等一批具有全球竞争力的终端品牌。过去 10 年中，中国头部手机品牌占全球市场的份额在持续提升，以华为、小米和 OPPO 为例，2010 年 3 家公司全球市占率合计仅约 0.6%，2019 年已增长至 41.7%，且华为和小米均已发展成为集手机、个人 PC、可穿戴设备和智能家居一体化的知名终端品牌。终端品牌的快速崛起意味着其一整条供应链上的公司整体的高速发展，我们预计相关的国内供应商将在国产品牌崛起、国内 3C 产业不断发展的趋势中充分受益。

图 33：华为、小米、OPPO 手机全球市占率合计（%）



资料来源：IDC，中信证券研究部

图 34：2019 年华为供应商分地域数量占比



资料来源：参照系，中信证券研究部

公司在建的 OCA 项目有利于扩大高端产品的规模。2020 年 7 月 1 日，公司公告建设 OCA 涂布线技术改造项目，项目总投资 2.8 亿元，计划新建 7000 平方米标准化厂房，用于 OCA 光学胶膜产品生产线、物流场地、检验检测场地和配套设施的建设，并完成生产、检验检测、办公场地的装修。项目拟建设 3 条进口 OCA 光学胶膜生产线，形成年产 2,600 万平方米 OCA 光学胶的生产能力。公司公告显示，该项目建设期为 2 年，运营期为 10 年，税后内部收益率预计为 40.10%，税后净现值预计为 54,569.52 万元，静态投资回收期预计为 4.65 年，全面达产后预计年销售收入为 221,000.00 万元，年净利润为 16,459.19 万元。

公司的 OCA 项目有望显著提升公司营收及盈利水平。项目建成投产后预计公司将实现年产 2600 万平方米 OCA 光学胶膜产品，假设销售单价为 40 元/平方米（相当于市场上通用的低端型 OCA 材料价格）、产能利用率为 60%-100%、毛利率为 50%的条件下，公司在 OCA 光学胶膜产品上的毛利增厚 3.1-5.2 亿元，为 2019 年公司总毛利的 0.84-1.40 倍。

进入特斯拉供应链，锂电池材料业务有望迎来快速发展

预计 2025 年国内、海外新能源汽车有望增长至 2020 年的 4-5 倍。2015 年以来，国内出台一系列政策，鼓励新能源产业发展，相关产业从直接补贴向间接扶持过渡，“双积分”、限购限行、充电桩等基础设施建设、电池回收政策等促进措施有望推动产业健康发展。《新能源汽车产业发展规划(2021-2035 年) 》已于 11 月 2 日发布，明确了未来 10-15 年国内新能源汽车行业的发展目标。

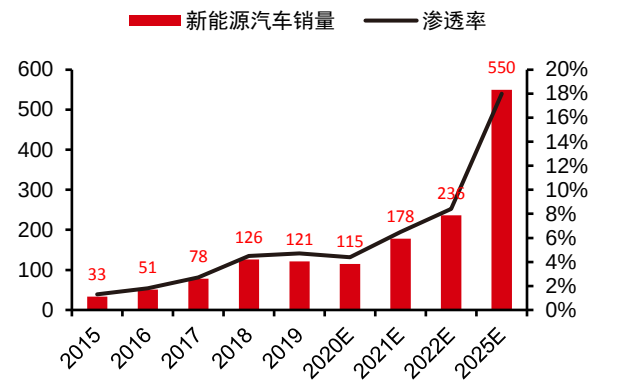
海外市场则主要依赖欧洲、美国需求增长拉动，2020 年欧盟进入 CO2 排放新规考核期（对企业供给端），欧盟各政府均大力度给予消费者购置补贴（对消费者需求端），预计 2021 年新能源车销量有望翻番，特斯拉美国德州新工厂有望于 2021 年中建成，满足北美不断增长的新能源车需求。根据中信证券研究部新能源汽车组预测，中国、海外 2025 年新能源汽车销量将分别达到 550、621 万辆，分别为 2020 年销量的 4.8、4.4 倍。

表 4：国内新能源汽车相关政策目标

时间	新能源汽车政策目标		政策文件
2025 年	产销量(万辆)	700 万辆	工信部、发改委、科技部：《汽车产业中长期发展规划》（2017） 中国汽车工程协会：《汽车产业中长期发展规划》八项重点工程实施方案（2018）
	渗透率	20%	国务院：《中国制造 2025》（2015） 工信部、发改委、科技部：《汽车产业中长期发展规划》（2017） 中国汽车工程学会年会：《节能与新能源汽车技术路线图》（2016）
		25%	国务院办公厅：《新能源汽车产业发展规划(2021-2035 年)》（2020）
2030 年	产销量(万辆)	超 1000 万辆	国务院《中国制造 2025》（2015）
	渗透率	40%	中国汽车工程学会年会：《节能与新能源汽车技术路线图》（2016） 国务院办公厅：《新能源汽车产业发展规划(2021-2035 年)》（2020）

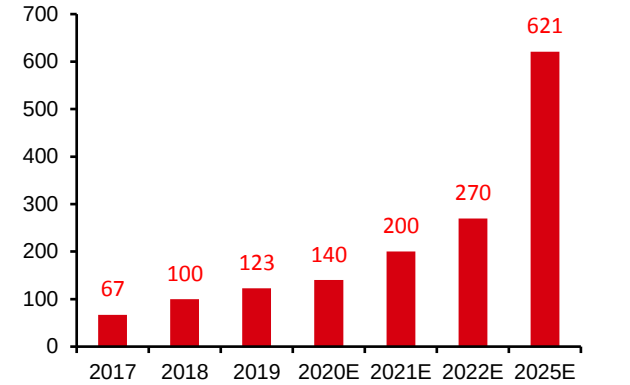
资料来源：相关政府部门和行业协会官网，中国汽车工程学会，中信证券研究部

图 35：中国新能源汽车总销量预测（万辆）



资料来源：中汽协，中信证券研究部预测

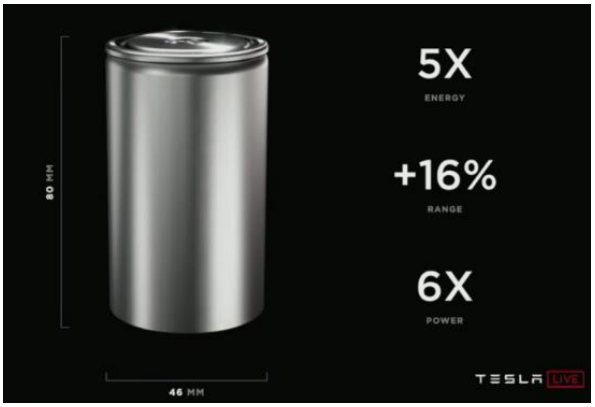
图 36：海外国家新能源汽车总销量预测（万辆）



资料来源：Marklines，EV Volumes，中信证券研究部预测

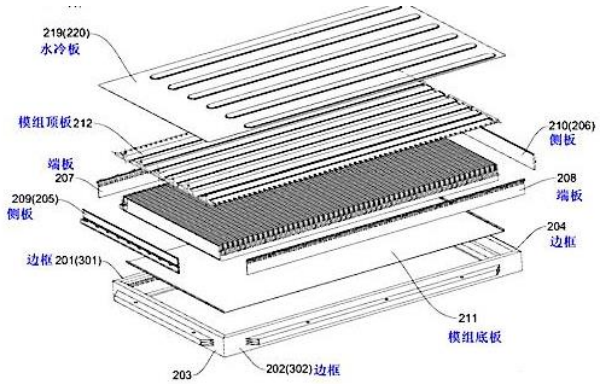
乘用车汽车电子部件和新能源车锂电池对相关材料的需求有望持续提升。近年来全球汽车产销量有所下滑，但据 OICA 和 IEA 预测，全球汽车年销量将长期保持在 9000 万~1 亿辆区间内。随着信息技术和物联网技术的进步，乘用车汽车电子相关部件的需求将持续高速增长。除了汽车电子相关产品外，薄膜型复合材料还可应用于新能源汽车锂电池的电池内外部胶带、电池隔膜、导热界面材料、包装材料等领域，未来也有望受益于新能源汽车的高速增长。

图 37：特斯拉 4680 大圆柱电池



资料来源：Tesla 官网

图 38：比亚迪“刀片电池”结构示意



资料来源：国家知识产权局

进入特斯拉供应链，锂电池材料业务有望迎来快速发展。2021 年 1 月 15 日，公司公告与特斯拉签订了业务采购相关的产品服务通用条款合同(General Terms and Conditions for Prototype or Production Parts or Services)和产品定价协议(Production Pricing Agreement for Battery Raw Materials)，约定了在业务合作期间的产品供货方式、产品价格、产品标准等内容。与特斯拉开展合作表明公司已获得全球一流的新能源汽车品牌认可，新能源汽车相关材料技术和产品得到验证，未来公司锂电池材料业务有望迎来快速发展。

盈利预测、估值及投资评级

关键假设与盈利预测

关键假设

功能性薄膜材料：预计手机、个人 PC、可穿戴设备、电视、车载屏幕等市场的持续增长将推动功能性薄膜材料销量持续增长，且由于公司作为行业龙头存在显著竞争优势，市占率有望进一步提升。同时，此次与特斯拉的合作有望加速该产品在新能源汽车相关市场的放量。但由于该业务中低端产品占比较高，市场竞争逐步加剧，预计该板块毛利率将小幅下滑后维持在 22%-23%空间。

电子级胶粘材料：定位中高端的 OCA 材料有望带动该板块业务进入量价齐升周期，逐步成为公司盈利的主要来源。预计公司的 OCA 募投项目将于 2021-2022 年投产，带动相关产品销量大幅增长，单价显著提升。由于产能投放初期需要持续改善工艺，我们预测该板块业务毛利率将随 2021 年起 OCA 业务的放量逐步回升。

薄膜包装材料：2020 年全球疫情对该板块业务形成一定冲击，但随着全球消费电子市场的持续增长，预计 2021 年及以后相关的薄膜包装材料产品销量也将持续增长，但由于市场竞争激烈，预计该板块单价和毛利率也将所下滑。

热管理复合材料：电子产品轻量化、小体积化的趋势以及新能源汽车的迅猛发展均将进一步打开热管理复合材料的市场空间，预计公司相关产品销量将以较高的速度增长，未来 2~3 年单价和毛利率略有下滑，但整体保持稳定。

表 5：分业务板块盈利预测（百万元，%）

年份	2018	2019	2020E	2021 E	2022 E
功能性薄膜材料					
营业收入	473.02	503.56	549.11	771.71	925.34
成本	348.66	378.21	425.06	597.48	716.92
毛利	124.16	125.35	124.04	174.23	208.42
毛利率	26.3%	24.9%	22.6%	22.6%	22.5%
电子级胶粘材料					
营业收入	336.64	420.64	534.07	765.69	1114.94
成本	174.26	201.19	273.34	391.39	563.54
毛利	162.38	219.45	260.73	374.30	551.40
毛利率	48.2%	52.2%	48.8%	48.9%	49.5%
薄膜包装材料					
营业收入	445.46	415.82	346.47	356.52	377.87
成本	433.27	402.11	335.39	345.47	366.53
毛利	12.18	13.71	11.08	11.05	11.33
毛利率	2.7%	3.3%	3.2%	3.1%	3.0%
热管理复合材料					
营业收入	43.98	22.86	117.68	132.55	149.22
成本	39.12	18.86	100.68	114.06	129.14
毛利	4.87	4.00	17.00	18.49	20.08
毛利率	11.1%	17.5%	14.4%	14.0%	13.5%

资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

预测结果

根据以上假设，我们上调公司 2020-2022 年归母净利润预测至 1.71/2.64/3.78 亿元（原预测分别为 1.71/2.33/3.22 亿元），对应 EPS 预测分别为 1.45/2.23/3.19 元（原预测分别为 1.44/1.97/2.72 元）。

表 6：斯迪克核心财务数据预测

项目/年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1,345.59	1,432.70	1,623.09	2,111.70	2,661.81
营业收入增长率	4%	6%	13%	30%	26%
净利润(百万元)	76.55	111.19	171.09	264.33	377.65
净利润增长率	21%	45%	54%	54%	43%
每股收益 EPS(基本)(元)	0.87	1.23	1.45	2.23	3.19
毛利率%	23%	26%	26%	28%	30%
净资产收益率 ROE%	11.19%	10.30%	13.79%	17.76%	20.53%
每股净资产（元）	5.78	9.12	10.48	12.57	15.54
PE	66	47	40	26	18
PB	10	6	5	5	4

资料来源：Wind，中信证券研究部预测　　注：股价为 2021 年 1 月 15 日收盘价

估值与评级

按照 PE 估值法给予目标价 100 元。公司是国内领先的薄膜型复合材料供应商，主要产品包括功能性薄膜材料、电子级胶粘材料、热管理复合材料及薄膜包装材料等。选取 A 股新能源领域膜材料供应商福斯特和消费电子领域涂层材料供应商松井股份作为可比公司，基于我们的盈利预测，两家可比公司 2021 年 PE 均值为 46 倍。因而给予公司 2021 年 45 倍 PE，对应目标价 100 元，维持“买入”评级。

表 7：可比公司盈利预测及 PE 估值

简称	收盘价	EPS（元）				PE				评级
		2019	2020E	2021E	2022E	2019	2020E	2021E	2022E	
福斯特	84.5	1.83	1.61	2.06	2.60	46.2	52.8	40.6	31.1	买入
松井股份	89.8	1.56	1.18	1.75	2.38	57.6	76.1	51.3	37.7	买入
可比公司平均						**52**	**64**	**46**	**34**	
斯迪克	**57.3**	**1.23**	**1.45**	**2.23**	**3.19**	**47**	**40**	**26**	**18**	**买入**

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

相关研究

斯迪克（300806）2020 年三季报点评—在建项目进展顺利，长期成长空间可观 (2020-11-02)

斯迪克（300806）2020 年中报点评—持续加大研发投入，角逐中高端材料市场 (2020-08-18)

斯迪克（300806）投资价值分析报告：功能性涂层材料领跑者，发力高端材料领域 (2020-07-20)

利润表（百万元）

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	1,346	1,433	1,623	2,112	2,662
营业成本	1,038	1,061	1,201	1,524	1,860
毛利率	22.87%	25.92%	25.99%	27.83%	30.11%
营业税金及附加	8	13	16	21	27
销售费用	51	49	58	76	96
营业费用率	3.80%	3.40%	3.60%	3.60%	3.60%
管理费用	73	81	91	118	149
管理费用率	5.39%	5.65%	5.60%	5.60%	5.60%
财务费用	41	40	11	12	11
财务费用率	3.05%	2.82%	0.65%	0.58%	0.41%
投资收益	2	0	0	0	0
营业利润	75	110	223	292	418
营业利润率	5.57%	7.67%	13.75%	13.81%	15.69%
营业外收入	2	13	2	5	5
营业外支出	1	1	35	3	3
利润总额	76	122	190	294	420
所得税	0	11	19	29	42
所得税率	0.11%	8.87%	10.00%	10.00%	10.00%
少数股东损益	(1)	(0)	0	0	0
归属于母公司股东的净利润	77	111	171	264	378
净利率	5.69%	7.76%	10.54%	12.52%	14.19%

资产负债表（百万元）

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	323	316	325	422	532
存货	158	125	138	176	214
应收账款	447	526	552	718	905
其他流动资产	52	126	113	144	178
流动资产	981	1,093	1,128	1,460	1,830
固定资产	719	668	804	1,159	1,145
长期股权投资	0	0	0	0	0
无形资产	56	60	62	64	68
其他长期资产	108	269	341	52	57
非流动资产	884	997	1,207	1,275	1,270
资产总计	1,865	2,090	2,335	2,735	3,100
短期借款	588	541	632	734	693
应付账款	172	109	168	213	260
其他流动负债	147	186	119	125	132
流动负债	907	835	919	1,073	1,086
长期借款	70	0	0	0	0
其他长期负债	203	174	174	174	174
非流动性负债	273	174	174	174	174
负债合计	1,180	1,010	1,093	1,247	1,260
股本	88	117	118	118	118
资本公积	272	527	527	527	527
归属于母公司所有者权益合计	684	1,080	1,241	1,488	1,839
少数股东权益	1	1	1	1	1
股东权益合计	685	1,080	1,241	1,489	1,840
负债股东权益总计	1,865	2,090	2,335	2,735	3,100

现金流量表（百万元）

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
税前利润	76	122	190	294	420
所得税支出	0	-11	-19	-29	-42
折旧和摊销	90	93	16	55	60
营运资金的变化	-28	-149	-56	-184	-208
其他经营现金流	9	42	11	14	13
经营现金流合计	148	97	142	149	243
资本支出	-70	-201	-226	-124	-55
投资收益	2	0	0	0	0
其他投资现金流	2	-20	22	0	0
投资现金流合计	-66	-221	-204	-124	-55
发行股票	0	299	2	0	0
负债变化	2,492	1,816	91	102	-41
股息支出	0	0	-12	-17	-26
其他融资现金流	-2,440	-2,012	-11	-12	-11
融资现金流合计	52	103	70	73	-78
现金及现金等价物净增加额	134	-21	9	98	110

主要财务指标

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入增长率	4.38%	6.47%	13.29%	30.10%	26.05%
营业利润增长率	0.72%	46.60%	103.16%	30.75%	43.16%
净利润增长率	21.21%	45.26%	53.87%	54.49%	42.87%
毛利率	22.87%	25.92%	25.99%	27.83%	30.11%
EBITDA Margin	15.30%	17.76%	13.36%	17.12%	18.44%
净利率	5.69%	7.76%	10.54%	12.52%	14.19%
净资产收益率	11.19%	10.30%	13.79%	17.76%	20.53%
总资产收益率	4.10%	5.32%	7.33%	9.66%	12.18%
资产负债率	63.28%	48.31%	46.83%	45.58%	40.65%
所得税率	0.11%	8.87%	10.00%	10.00%	10.00%
股利支付率	0.00%	10.51%	10.00%	10.00%	10.00%

资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：（i）本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；（ii）该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	**股票评级**	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%～20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%～5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%～10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited 分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd.分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd.（金融服务牌照编号：350159）分发；在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟与英国由 CLSA Europe BV 或 CLSA （UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：孟买（400021）Nariman Point 的 Dalamal House 8 层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的 INZ000001735，作为商人银行的 INM000010619，作为研究分析商的 INH000001113）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd.分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd.分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会员）分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且 CLSA Americas 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系 CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第 33、34 及 35 条的规定，《财务顾问法》第 25、27 及 36 条不适用于 CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系 CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 024/12/2020。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

欧盟与英国：本研究报告在欧盟与英国归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟与英国由 CLSA （UK）或 CLSA Europe BV 发布。CLSA （UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理，CLSA Europe BV 由荷兰金融市场管理局授权并接受其管理，本研究报告针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。对于由英国分析员编纂的研究资料，其由 CLSA （UK）与 CLSA Europe BV 制作并发布。就英国的金融行业准则与欧洲其他辖区的《金融工具市场指令 II》，本研究报告被制作并意图作为实质性研究资料。

澳大利亚：CLSA Australia Pty Ltd (“CAPL”) (商业编号 53 139 992 331/金融服务牌照编号: 350159) 受澳大利亚证券与投资委员会监管，且为澳大利亚证券交易所及 CHI-X 的市场参与主体。本研究报告在澳大利亚由 CAPL 仅向“批发客户”发布及分发。本研究报告未考虑收件人的具体投资目标、财务状况或特定需求。未经 CAPL 事先书面同意，本研究报告的收件人不得将其分发给任何第三方。本段所称的“批发客户”适用于《公司法（2001）》第 761G 条的规定。CAPL 研究覆盖范围包括研究部门管理层不时认为与投资者相关的 ASX All Ordinaries 指数成分股、离岸市场上市证券、未上市发行人及投资产品。CAPL 寻求覆盖各个行业中与其国内及国际投资者相关的公司。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2021 版权所有。保留一切权利。